

## **Commission des participations et des transferts**

### **Avis n° 2000 - A. - 2**

**du 5 octobre 2000**

La Commission,

Vu la lettre en date du 6 juillet 2000 par laquelle le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder au transfert au secteur privé de la majorité du capital de Thomson Multimedia actuellement détenue par Thomson SA ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations et le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de ladite loi ;

Vu la loi modifiée n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu le décret n° 97-172 du 26 février 1997 autorisant le transfert au secteur privé de la société Thomson SA ;

Vu le décret n° 2000-700 du 26 juillet 2000 décidant le transfert au secteur privé d'une part majoritaire du capital de la société Thomson Multimedia ;

Vu l'arrêté du 15 septembre 2000 fixant les modalités du transfert du secteur public au secteur privé de la majorité du capital de la société Thomson Multimedia ;

Vu l'avis du Conseil d'Etat n° 360 052 du 17 décembre 1996 ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 98 - A.C. - 7 du 1er décembre 1998, n° 98 -A. - 7 du 15 décembre 1998, n° 99 - A. - 12 du 26 octobre 1999 et n° 99 - A. - 13 du 2 novembre 1999 relatifs aux précédentes ouvertures du capital de Thomson Multimedia ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2000 - A. - 1 du 11 juillet 2000 relatif à l'offre réservée aux salariés ;

Vu la note de présentation de Thomson Multimedia établie par l'entreprise et transmise à la Commission le 1er août 2000 ;

Vu le rapport d'évaluation de Thomson Multimedia établi par la Société générale, banque conseil de l'Etat, et transmis à la Commission le 29 août 2000 ;

Vu le rapport d'évaluation de Thomson Multimedia établi par Goldman Sachs et Lazard Frères et Cie, banques conseils de l'entreprise, et transmis à la Commission le 29 août 2000 ;

Vu la note de la direction du Trésor du 11 septembre 2000 transmettant à la Commission 1/ un calendrier de l'opération de marché, 2/ une fiche de synthèse sur les multiples boursiers de TMM et de ses principaux concurrents, 3/ une note de présentation du dimensionnement et des caractéristiques de l'offre à prix ouvert ;

Vu les notes d'opération préliminaires ayant reçu les visas de la Commission des Opérations de Bourse n° 00-1500 et n° 00-1501 en date du 15 septembre 2000 et n° 00-1561 du 27 septembre 2000 ;

Vu la note de la Société générale relative à l'émission d'obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes, transmise à la Commission le 27 septembre 2000 ;

Vu la note de la Société générale relative à l'analyse de l'impact potentiel de la dilution transmise à la Commission sur sa demande le 2 octobre 2000 ;

Vu les documents de synthèse des réservations à l'offre à prix ouvert et de la construction du livre d'ordre du placement aux institutionnels transmis par la Société générale à la Commission du 19 septembre au 5 octobre 2000 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 4 septembre 2000 successivement :

1/ la direction du Trésor représentée par MM. Philippe de FONTAINE VIVE, sous-directeur, Christophe MARCHAND et Olivier HERES et assistée de sa banque conseil la Société générale représentée par MM. Bruno TEMAN, directeur associé, Raphaël PARRILLA, Jacques BITTON et Mme Hélène TARBOURIECH ;

2/ Thomson Multimedia représenté par MM. Thierry BRETON, président directeur général, Franck DANGEARD et Olivier MALLET et assisté de ses banques conseils, Lazard Frères et Cie, représenté par MM. Grégoire AMIGUES, directeur, et Christian BENEZIT et Goldman Sachs, représenté par M. Jean RABY, directeur exécutif ;

- le 28 septembre 2000 :

- la direction du Trésor représentée par MM. Philippe de FONTAINE VIVE, sous-directeur, et Olivier HERES et assistée de sa banque conseil la Société générale représentée par MM. Jean-François TINE, directeur, Bruno TEMAN, Raphaël PARRILLA et Mme Hélène TARBOURIECH ;

- le 4 octobre 2000 :

- Thomson Multimedia représenté par M. Thierry BRETON, président directeur général, et assisté de ses banques conseils, Lazard Frères et Cie, représenté par MM. Grégoire AMIGUES, directeur, et Goldman Sachs, représenté par M. Jean RABY, directeur exécutif

- le 5 octobre 2000 :

- la direction du Trésor représentée par MM. Philippe de FONTAINE VIVE, sous-directeur, Christophe MARCHAND, Olivier HERES et Pascal PORTELLI et assistée de sa banque conseil la Société générale représentée par MM. Jean-François TINE, directeur, Bruno TEMAN, Raphaël PARRILLA et Mme Hélène TARBOURIECH ;

#### EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 6 juillet 2000, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission en vue de procéder au transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société Thomson Multimedia, actuellement réparti entre :

- Thomson SA (détenue intégralement par l'Etat) : 51,74 %,
- Alcatel Participations : 6,80 %,
- DirecTV : 5,19 %,
- Microsoft : 6,80 %,
- NEC : 6,80 %,
- les salariés du groupe : 5,54 %,
- Thomson Multimedia : 0,04 %,
- les titres dans le public : 17,10 %.

Ce transfert est réalisée dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, Thomson Multimedia constituant un actif essentiel de Thomson SA au sens de l'avis susvisé du Conseil d'Etat relatif aux modalités de privatisation de Thomson CSF.

Aux termes de l'arrêté du 15 septembre 2000 susvisé, cette opération comporte :

- une augmentation de capital de Thomson Multimedia par exercice de bons de souscription d'actions attribués préalablement aux porteurs d'actions actuels à raison d'un bon par action, 15 bons donnant droit à la souscription d'une action nouvelle ;
- la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par Thomson SA (entre 9,1% et 11,5% du capital actuel de Thomson Multimedia) et des actions nouvelles à émettre par exercice des bons de souscription que Thomson SA et Thomson Multimedia ont décidé de céder, n'ayant pas l'intention de les exercer ;
- une émission par Thomson Multimedia d'un maximum de 13 millions d'obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après : « les obligations »), à raison d'une action pour une obligation.

Les actions cédées sur le marché font l'objet d'une offre publique en France et d'un placement institutionnel, en France et sur le marché international, garanti par un syndicat bancaire.

Dans le même temps, conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, des titres seront proposés aux salariés dans la limite de 10 p. 100 des actions cédées par Thomson SA. La Commission a émis sur l'offre réservée aux salariés l'avis n° 2000 - A. - 1 susvisé.

A l'issue de ces opérations, la participation de l'Etat, à travers Thomson SA, dans Thomson Multimedia est susceptible de descendre à 34,83% en cas de souscription de l'intégralité de l'augmentation de capital, de cession du nombre maximal d'actions prévu et de conversion en actions nouvelles de l'ensemble des obligations émises.

II.- Avec un chiffre d'affaires de 6,7 milliards d'euros en 1999, Thomson Multimedia est le quatrième groupe mondial d'électronique grand public.

Le groupe est présent sur l'ensemble des métiers de cette industrie. Il est organisé autour de quatre activités principales :

- les écrans et composants (tubes cathodiques, écrans plats, composants optiques notamment pour lecteurs de DVD, disques durs),
- les produits grand public (téléviseurs, magnétoscopes, produits audio, décodeurs et lecteurs de DVD, téléphonie),
- les nouveaux médias et les services (guides électroniques de programmes, téléviseurs interactifs, réseaux vidéo numériques, équipements professionnels de studio),
- la gestion des brevets et licences.

Pour beaucoup de ses produits, Thomson Multimedia figure parmi les leaders mondiaux. Il occupe notamment la première place aux Etats-Unis dans la vente de téléviseurs sous la marque RCA.

Le secteur de l'électronique grand public est marqué par l'érosion continue des prix et l'importance des investissements qu'il exige, tant en recherche-développement qu'en action commerciale. Pour faire face à ces défis le groupe a défini sa stratégie autour de trois axes principaux :

- l'entreprise poursuit la mise en œuvre de programmes tendant depuis 1997 à la restructuration et à la réduction de ses coûts ;
- elle recherche une croissance sélective sur les marchés les plus porteurs et les plus rentables (produits numériques, de haut de gamme ou de niche, nouveaux composants, segment professionnel) ;
- elle se positionne sur des activités de services susceptibles de se développer rapidement et de générer des revenus croissants.

La convergence des métiers de l'électronique et de l'internet donne à Thomson Multimedia une position concurrentielle que les analystes jugent très favorable et porteuse de fortes perspectives de croissance. Thomson Multimedia est en particulier bien placé pour saisir pleinement les opportunités du passage au numérique.

Au titre de l'exercice 1999, le groupe a enregistré un résultat net de 231 millions d'euros en forte amélioration, tandis que le chiffre d'affaires progressait de près de 19% par rapport à 1998 grâce à la croissance des ventes d'écrans, de composants et de produits grand public, entraînées notamment par la demande de produits numériques.

Les résultats du premier semestre 2000 ont été à nouveau en nette augmentation par rapport à la période correspondante de 1999 et aux prévisions de l'entreprise : le chiffre d'affaires a progressé de 45% (28% à périmètre et taux de change constants) et le résultat net est passé de 31 à 84 millions d'euros.

Au cours des derniers mois, Thomson Multimedia a annoncé et mis en œuvre des partenariats importants avec des entreprises leaders dans leurs secteurs respectifs, et notamment avec les quatre partenaires qui étaient entrés dans le capital du groupe lors de sa première ouverture en décembre 1998.

On peut noter en particulier :

- la création d'Atlinks avec Alcatel dans la téléphonie résidentielle et les terminaux internet (février),
- l'alliance avec Microsoft et DirecTV dans la télévision interactive (juin),
- l'entreprise commune constituée avec Alcatel dans les réseaux interactifs (juin),
- l'entreprise commune avec Seagate dans l'électronique grand public (juillet),
- le choix de TMM par Microsoft comme principal fournisseur de technologies et de composants pour sa future console de jeux (juillet).

Au total, les principales forces de la société sont les suivantes :

- son avance technique dans les produits numériques,
- son orientation stratégique sur la télévision interactive,
- la qualité et les perspectives importantes des partenariats qui ont été conclus,
- la crédibilité du management dont les objectifs ont été réalisés et même dépassés.

Quelques éléments de faiblesse demeurent, parmi lesquels sont généralement citées la part relativement faible sur le marché européen et une rentabilité globale qui doit encore s'affirmer dans le temps.

Afin de tirer pleinement parti de son potentiel de croissance, Thomson Multimedia a besoin d'une augmentation de capital, notamment pour financer des acquisitions d'entreprises innovantes ainsi que les programmes nécessaires de recherche-développement.

III.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de Thomson Multimedia en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé des rapports des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise.

Les banques conseils soulignent que Thomson Multimedia se situe dans un contexte caractérisé par la rupture technologique qu'engendre le numérique. Les nouvelles perspectives qui en résultent, difficilement quantifiables par les méthodes habituelles d'évaluation, sont particulièrement appréciées par le marché, comme le traduit le niveau du cours de bourse.

Les banques conseils ont retenu trois méthodes d'évaluation :

- comparaisons boursières sur la base principalement de multiples d'excédent brut d'exploitation et de résultat d'exploitation, les sociétés considérées comme les plus comparables étant Philips, Sony et Matsushita ; cette approche est complétée par la prise en compte d'un échantillon plus large incluant des sociétés plus spécialisées à forte croissance ;
- valorisation séparée des différentes branches, les activités électronique grand public, écrans et composants étant estimées par comparaison avec des sociétés cotées tandis que les revenus des brevets et licences ainsi que les activités nouveaux médias et services sont valorisés par actualisation des flux futurs ;
- actualisation globale des flux futurs sur la base d'un plan d'affaires établi avec le concours de l'entreprise ; la forte croissance escomptée des activités nouveaux médias et services a toutefois conduit à des adaptations méthodologiques en vue de tester différents scénarii.

La Commission a pris en compte les résultats de ces méthodes qui aboutissent à des fourchettes d'évaluation relativement larges. Selon les banques conseils, le cours de bourse constitue un élément déterminant pour la fixation du prix de l'opération de marché.

IV.- La Commission a procédé à l'étude de l'évolution du cours de Thomson Multimedia depuis son introduction en bourse en novembre 1999. Elle a constaté que le titre, tout en étant affecté d'une volatilité élevée, a connu une forte hausse sur la période, passant d'un premier cours de 12,8 € à un maximum de 81,32 € en août 2000 pour s'établir aux environs de 65 € au cours du mois de septembre. Cette hausse s'explique notamment par la conjonction d'éléments favorables :

- la forte progression de l'activité et des marges au delà même des prévisions,
- l'annonce régulière de nouveaux partenariats dans des domaines importants de développement ainsi que la mise en œuvre effective des partenariats antérieurement conclus,
- la conjoncture boursière très en faveur des valeurs de médias jusqu'en mars 2000 puis des entreprises en pointe sur les technologies du numérique.

Les analyses boursières réalisées sur Thomson Multimedia par les grandes banques françaises et internationales ont été communiquées à la Commission. Ces études expriment une confiance certaine dans la société et son management, ce qui se traduit par des évaluations et des objectifs de cours supérieurs aux cotations récentes.

V.- A la demande de la Commission, la banque conseil de l'Etat a examiné les conséquences que pouvaient entraîner sur la valeur de l'entreprise l'augmentation de capital et la conversion éventuelle en actions des obligations émises.

Se fondant sur les premières réactions des investisseurs et sur les perspectives favorables que la plupart des analystes accordent à Thomson Multimedia, la banque conseil estime que le marché s'attend à ce que l'emploi des nouveaux moyens financiers dont va disposer l'entreprise se fasse dans des activités rentables à plus ou moins long terme. Dès lors, l'opération n'aurait pas d'effet négatif sur la valorisation.

VI.- Compte tenu de ces éléments, et au vu de l'ensemble des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, LA COMMISSION ESTIME QUE LA VALEUR DE THOMSON MULTIMEDIA NE SAURAIT ETRE INFÉRIEURE A 12,5 MILLIARDS D'EUROS pour 248 708 224 actions composant le capital social avant l'opération projetée.

VII.- En ce qui concerne les bons de souscription d'actions et les obligations dont l'émission est prévue, la Commission :

- constate que la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée prévoyant notamment que l'Etat peut utiliser "tous titres ou valeurs mobilières assortis ou non d'éléments donnant un droit sur le capital", l'utilisation des instruments envisagés entre bien dans le champ de la loi ;
- observe que les bons de souscription d'actions attribués à Thomson SA seront immédiatement cédés en vue de leur conversion en actions et de la vente de celles-ci dans le cadre du placement global ;
- relève qu'il ressort des documents soumis à la Commission que les obligations sont émises aux conditions de marché, en même temps que la vente des actions. Cette simultanéité est de nature à assurer la cohérence entre la valeur implicite de l'action associée à l'obligation et le prix des actions offertes.

Adopté dans la séance du 5 octobre 2000 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, André BLANC, Robert DRAPE, Daniel DEGUEN, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE